

买入

2022 年 4 月 13 日

FY21 收入再创新高，家庭消费、即饮饮料板块引领增长

➤ **2021 年收入再创新高：**2021 年公司全年分别实现收入/净利润 222.94/37.25 亿元人民币，同比增长 6.4%/-3.2%，销售规模再创历史新高；期内毛利率及净利率分别为 36.6%/16.7%，较上年同期分别下滑 2.7/1.7ppt，主要由于期内原材料成本大幅上涨所致。公司拟派发 2021 年末期股息每股 0.076 港元，全年派息率 49.6%。

➤ **2021 年家庭消费、即饮饮料板块为主要增长动力：**家庭消费/休闲食品/即饮饮料分别实现收入 36.35/99.43/65.96 亿元，同比增长 22.7%/-2.7%/6.8%。**家庭消费**收入上升主要由美焙辰和豆本豆共同带动。**休闲食品**收入略微下滑，主要受到提价传导相对滞后影响。**即饮饮料**收入的提升主要得益于乐虎渠道利润分配的优化，但是部分增长被和其正销售的下滑所抵消。

➤ **三大业务板块共促未来稳健增长：**展望未来，**家庭消费**方面，豆本豆随着植物基市场持续扩容，未来仍有较广阔发展空间；美焙辰受疫情影响，消费者囤货需求高企，预计今年有望维持双位数以上增长。**即饮饮料**方面，乐虎在优化渠道利润分配体系后，渠道专注度将大为改善，未来有望进一步释放更多发展空间；和其正推出的气泡凉茶等创新产品也有望成为新的增长点。**休闲食品**方面，预计今年上半年有望实现市场提价的传导，带领休闲食品业绩重回正增长轨道。

➤ **短期内成本端承压，长期盈利能力稳步提升：**2021 年原材料成本上涨，导致家庭消费/休闲食品/即饮饮料毛利率分别同比下跌 3.9/3.5/0.1ppt。期内公司销售及行政费用率合计与上年同期基本持平，整体费用把控情况良好。考虑到 2022 年国际形势复杂多变，我们预计公司将持续受到原材料成本上涨的影响，但不排除公司或有采取相应提价措施来平抑部分成本压力的可能。长期来看，随着公司产品组合的持续升级，新品的带动以及渠道的优化，我们预计公司有望实现未来盈利能力的稳步提升，预计 2022-2024 年净利润有望实现 39.0/42.2/45.9 亿元。

➤ **目标价 4.6 港元，维持买入评级：**综上所述，我们给予公司目标价 4.6 港元，相当于 22 财年盈利预测的 13.2 倍 PE，距离当前股价有+15.7% 涨幅，维持买入评级。

黄海慈

tom.huang@firstshanghai.com.hk

852 2532 1539

主要数据

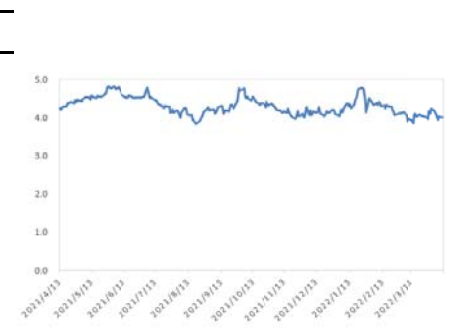
行业	食品饮料
股价	4.0 港元
目标价	4.6 港元 (+15.7%)
股票代码	3799
已发行股本	136.94 亿股
市值	547.76 亿港元
52 周高/低	4.89/3.77 港元
每股净资产	1.718 港元
主要股东	Divine Foods Limited(85.00%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2020历史	2021历史	2022预测	2023预测	2024预测
收入(百万元)	20,962	22,294	23,904	25,398	26,784
变动(%)	-1.9%	6.4%	7.2%	6.3%	5.5%
净利润(百万元)	3,849	3,725	3,896	4,220	4,593
变动(%)	0.2%	-3.2%	4.6%	8.3%	8.8%
每股收益(元)	0.28	0.27	0.28	0.31	0.34
市盈率04港元(倍)	11.6	11.9	11.4	10.5	9.7
每股派息(元)	0.14	0.13	0.14	0.15	0.17
息率(%)	3.4%	3.4%	3.6%	3.9%	4.2%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

2021 年收入再创新高

2021 年公司全年分别实现收入/净利润 222.94/37.25 亿元人民币，同比增长 6.4%/-3.2%，销售规模再创历史新高；期内毛利率及净利率分别为 36.6%/16.7%，较上年同期分别下滑 2.7/1.7ppt，主要由于期内原材料成本大幅上涨所致。公司拟派发 2021 年末期股息每股 0.076 港元，全年派息率 49.6%。

2021 年家庭消费、即饮饮料板块为主要增长动力

分各个板块来看，家庭消费/休闲食品/即饮饮料分别实现收入 36.35/99.43/65.96 亿元，同比增长 22.7%/-2.7%/6.8%。**家庭消费**收入上升主要由美焙辰和豆本豆共同带动，二者分别同比增长 33.5%/16.8%，其中美焙辰的增长主要受益于（1）中国城镇化水平不断提升，民众对便携早餐的需求形成持续增长趋势，（2）随着公司推出中保产品后，经销商的产业结构实现优化，导致公司品牌在新区域市场渗透能力有所增强；豆本豆的增长主要由（1）近年来中国植物基市场渐入高速发展快车道，（2）消费者对公司品牌认知持续加强，以及（3）公司豆奶产品丰富度逐渐提升，消费需求及消费场景不断扩大等因素共同驱动。**休闲食品**收入略微下滑，主要由于去年下半年渠道对公司产品提价传导相对滞后，导致渠道周转短期略有影响所致。**即饮饮料**收入的提升主因近年来功能饮料市场增速高，公司乐虎品牌通过实现市场差异化的定位，以及优化渠道利润分配等方式，期内网点覆盖数量及市场渗透能力迅速攀升，全年销售同比增长 16.3%，但部分被和其正因市场环境偏弱，销售同比略微下降 2.3%所抵消。

三大业务板块共促未来稳健增长

家庭消费方面，我们认为目前中国整体植物基市场发展适当其时，随着市场教育的持续加强，消费者对植物蛋白产品食用价值的认可度将稳步提升，豆本豆作为中国豆奶中的领军品牌，未来仍有较为广阔的发展空间。与此同时，美焙辰作为相对民生类产品，受到疫情反复影响，消费者囤货需求或持续高企，预计今年有望维持双位数以上增长态势。长期来看，未来随着业务的持续扩张、网点质量的提升，公司经销商规模效应有望逐步实现，预计公司家庭消费业务将继续保持长期稳定的增长趋势。**即饮饮料方面**，我们认为当前中国功能饮料行业处于高度景气阶段，乐虎通过实行改革后全面优化渠道利润分配体系，预计渠道专注度将大为改善，未来有望进一步释放更多发展空间，与此同时，和其正通过推出如气泡凉茶等创新产品，充分迎合当下年轻消费群体的需求，预计有望实现新的业绩增长点。**休闲食品方面**，考虑到当前大众商品已形成普遍涨价氛围，因此我们预计公司相关价格调整策略在今年上半年有望顺利实现市场传导，从而推动公司休闲食品业务回到正常发展轨道上。长期来看，公司通过持续优化产品组合，以及不断创新营销模式，预计休闲食品业务长期向好的发展态势将保持不变。

短期内成本端承压，长期盈利能力稳步提升

2021 年原材料成本上涨，导致家庭消费/休闲食品/即饮饮料毛利率分别同比下跌 3.9/3.5/0.1ppt 至 43%/34.2%/47.8%。期内公司销售及行政费用率合计同比增加 0.3ppt 至 20.2%，与上年同期基本持平，公司整体费用把控情况良好，预计今年会继续持稳。展望 2022 年，考虑到国际形势复杂多变，我们预计公司将持续受到原材料成本上涨的影响，但不排除公司或有采取相应提价措施来平抑部分成本压力的可能。长期来看，随着公司产品组合的持续升级，新品的带动以及渠道的优化，我们预计公司有望实现未来盈利能力的稳步提升，预计 2022-2024 年净利润有望实现 39.0/42.2/45.9 亿元。

目标价 4.6 港元，维持买入评级

综上所述，考虑到公司是国内休闲食品饮料行业的巨头之一，产品研发及品牌底蕴深厚，未来通过不断推出迎合市场需求的创新产品，推动长期业绩稳定发展的逻辑强，且公司具有多品牌多赛道运作、抗风险能力强等特点。因此，我们给予其目标价 4.6 港元，相当于 22 财年盈利预测的 13.2 倍 PE，距离当前股价有+15.7%涨幅，维持买入评级。

重要风险

（1）食品安全；（2）新品推广效果不及预期；（3）成本上涨超预期。

图表 1: 同行估值表

公司名称（中文）	代码	股价	总市值 (百万)	EPS（报表币种）					PE					CAGR (2022-2024)	PBG 2023E
				2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
综合食饮															
达利食品	3799 HK Equity	4.00	54,776	0.280	0.270	0.278	0.304	0.329	12.7	12.3	11.7	10.7	9.9	8.8%	1.2
中国旺旺	151 HK Equity	6.88	81,869	0.294	0.338	0.359	0.382	0.408	20.9	17.8	15.6	14.6	13.7	6.6%	2.2
日清食品	1475 HK Equity	5.50	5,740	0.281	0.287	0.330	0.370	0.413	19.6	19.1	16.7	14.9	13.3	11.9%	1.3
统一企业中国	220 HK Equity	6.92	29,890	0.376	0.347	0.357	0.401	0.458	16.3	16.5	15.7	14.0	12.2	13.3%	1.1
康师傅控股	322 HK Equity	14.06	79,184	0.722	0.676	0.639	0.752	0.861	17.3	17.3	17.9	15.2	13.3	16.1%	0.9
简单平均				0.391	0.384	0.393	0.442	0.494	17.4	16.6	15.5	13.9	12.5	11.3%	1.3
非酒精饮料															
农夫山泉	9633 HK Equity	42.55	478,537	0.480	0.640	0.676	0.817	0.965	78.8	55.2	51.1	42.3	35.8	19.5%	2.2
VITASOY INT'L	345 HK Equity	13.96	14,937	0.504	0.515	-0.012	0.358	0.533	27.7	27.1		39.0	26.2		
中国食品	506 HK Equity	2.74	7,664	0.178	0.205	0.218	0.248	0.270	13.7	11.1	10.2	9.0	8.3	11.3%	0.8
简单平均				0.387	0.453	0.294	0.474	0.589	40.0	31.1	30.7	30.1	23.4	15.4%	1.5
乳制品															
蒙牛乳业	2319 HK Equity	41.65	164,654	0.897	1.274	1.543	1.840	2.108	41.3	27.1	21.9	18.4	16.0	16.9%	1.1
中国飞鹤	6186 HK Equity	7.40	65,899	0.830	0.770	0.868	1.009	1.052	7.9	8.0	6.9	6.0	5.7	10.1%	0.6
HKH国际控股	1112 HK Equity	11.24	7,252	1.770	0.790	1.511	1.798	1.923	5.6	11.8	6.0	5.1	4.7	12.8%	0.4
澳优	1717 HK Equity	7.34	13,275	0.609	0.606	0.759	0.874	0.864	10.7	10.1	7.9	6.8	6.9	6.7%	1.0
现代牧业	1117 HK Equity	1.23	9,736	0.121	0.144	0.182	0.254	0.304	9.1	7.1	5.5	3.9	3.3	29.2%	0.1
雅士利国际	1230 HK Equity	0.88	4,176	0.021	-0.017	0.047	0.053		37.2	-42.9	15.4	13.3			
简单平均				0.708	0.595	0.818	0.971	1.250	18.6	3.5	10.6	8.9	7.3	15.1%	0.6
休闲食品															
周黑鸭	1458 HK Equity	4.30	10,248	0.065	0.150	0.120	0.210	0.284	58.6	23.8	29.1	16.6	12.3	53.8%	0.3
简单平均				0.065	0.150	0.120	0.210	0.284	58.6	23.785	29.1	16.6	12.3	53.8%	0.3
啤酒															
百威亚太	1876 HK Equity	19.98	264,603	0.039	0.072	0.085	0.099	0.115	66.2	35.8	30.0	25.7	22.2	16.3%	1.6
华润啤酒	291 HK Equity	44.50	144,366	0.650	1.410	1.296	1.616	1.919	60.8	26.2	27.9	22.4	18.8	21.7%	1.0
青岛啤酒	168 HK Equity	59.60	81,316	1.629	2.328	2.263	2.579	2.940	32.5	21.2	21.4	18.8	16.5	14.0%	1.3
简单平均				0.773	1.270	1.215	1.431	1.658	53.2	27.7	26.4	22.3	19.2	17.3%	1.3
调味品															
颐海国际	1579 HK Equity	20.90	21,880	0.902	0.782	0.874	1.025	1.091	20.6	22.2	19.4	16.6	15.5	11.7%	1.4
阜丰集团	546 HK Equity	3.57	9,045	0.249		0.525	0.585		12.8		5.5	5.0			
华宝国际	336 HK Equity	4.37	14,115	0.151	0.262	0.400	0.503	0.320	28.9	16.7	10.9	8.7	13.7	-10.6%	-0.8
简单平均				0.434	0.522	0.600	0.704	0.706	20.7	19.4	12.0	10.1	14.6	0.6%	0.3
餐饮															
海底捞	6862 HK Equity	14.02	78,147	0.060	-0.780	0.294	0.538	0.712	207.7	-14.9	38.6	21.1	16.0	55.6%	0.4
呷哺呷哺	520 HK Equity	3.63	3,942	0.002	-0.273	0.231	0.336	0.442	1897.6	-11.0	12.7	8.8	6.7	38.3%	0.2
九毛九	9922 HK Equity	15.04	21,859	0.090	0.230	0.365	0.582	0.784	148.5	54.3	33.4	21.0	15.6	46.6%	0.5
大家乐集团	341 HK Equity	12.76	7,474	0.130	0.620	0.394	0.648	0.870	98.2	20.6	32.4	19.7	14.7	48.6%	0.4
大快活集团	52 HK Equity	15.02	1,946	0.470	1.186				31.9	12.7					
味千（中国）	538 HK Equity	1.19	1,299	-0.070	0.019	0.099			-15.1	51.5	9.8				
简单平均				0.114	0.167	0.277	0.526	0.702	394.8	18.8	25.4	17.7	13.2	47.3%	0.4
国内上市公司															
海天味业	603288 CH EQUITY	86.21	363,166	1.523	1.580	1.781	2.105	2.433	56.6	54.6	48.4	41.0	35.4	16.9%	2.4
金龙鱼	300999 CH EQUITY	47.42	257,092	1.210	0.760	1.159	1.463	1.709	39.2	62.4	40.9	32.4	27.7	21.4%	1.5
千禾味业	603027 CH EQUITY	16.87	13,475	0.259		0.427	0.550		65.1		39.5	30.7			
中炬高新	600872 CH EQUITY	27.60	21,987	1.117		0.981	1.185	1.500	24.7		28.1	23.3	18.4	23.7%	1.0
伊利股份	600887 CH EQUITY	37.45	239,685	1.196		1.703	1.997	2.310	31.3		22.0	18.8	16.2	16.5%	1.1
光明乳业	600597 CH EQUITY	11.35	15,648	0.500	0.480	0.537	0.604	0.668	22.7	23.6	21.1	18.8	17.0	11.5%	1.6
洽洽食品	002557 CH EQUITY	57.89	29,350	1.597	1.839	2.213	2.587	3.050	36.2	31.5	26.2	22.4	19.0	17.4%	1.3
良品铺子	603719 CH Equity	25.93	10,398	0.870	0.700	0.998	1.238	1.514	29.8	37.0	26.0	20.9	17.1	23.2%	0.9
盐津铺子	002847 CH Equity	58.20	7,529	1.940	1.210	2.590	3.394	4.289	30.0	48.1	22.5	17.1	13.6	28.7%	0.6
牧原股份	002714 CH Equity	55.20	293,779	5.329		2.006	6.208		10.4		27.5	8.9			
双汇发展	000895 CH EQUITY	29.11	100,856	1.864	1.404	1.850	1.990	2.144	15.6	20.7	15.7	14.6	13.6	7.7%	1.9
涪陵榨菜	002507 CH EQUITY	34.32	30,463	0.980	0.870	1.108	1.322	1.540	35.0	39.4	31.0	26.0	22.3	17.9%	1.5
贵州茅台	600519 CH Equity	1,782.00	2,238,545	37.170	41.760	49.444	57.929	67.195	47.9	42.7	36.0	30.8	26.5	16.6%	1.9
五粮液	000858 CH Equity	163.88	636,118	5.141		7.190	8.382	10.056	31.9		22.8	19.6	16.3	18.3%	1.1
洋河股份	002304 CH Equity	138.49	208,703	4.984		6.299	7.399	8.257	27.8		22.0	18.7	16.8	14.5%	1.3
青岛啤酒	600600 CH EQUITY	80.68	110,076	1.629	2.328	2.397	2.807	3.313	49.5	34.7	33.7	28.7	24.4	17.6%	1.6
重庆啤酒	600132 CH EQUITY	114.86	55,589	2.230	2.410	2.972	3.636	4.416	51.5	47.7	38.6	31.6	26.0	21.9%	1.4
简单平均				4.091	5.031	5.039	6.164	7.626	35.6	40.2	29.5	23.8	20.7	18.2%	1.4
海外上市公司															
可口可乐	KO US EQUITY	63.81	276,616	1.800	2.260	2.457	2.639	2.818	35.5	28.2	26.0	24.2	22.6	7.1%	3.4
怪兽饮料公司	MNST US EQUITY	82.17	43,497	2.660	2.610	2.830	3.220	3.657	30.9	31.5	29.0	25.5	22.5	13.7%	1.9
雀巢	NSRGY US EQUITY	132.38	372,650			4.645	5.048	5.450			26.6	24.5	22.7	8.3%	2.9
通用磨坊	GIS US EQUITY	70.51	42,462	3.590	3.810	3.827	3.972	4.169	19.6	18.5	18.4	17.8	16.9	4.4%	4.1
好时公司	HSY US EQUITY	223.93	46,027	6.134	7.150	7.944	8.529	9.071	36.5	31.3	28.2	26.3	24.7	6.9%	3.8
家乐氏	K US EQUITY	67.86	23,083	3.650	4.360	4.093	4.304	4.502	18.6	15.6	16.6	15.8	15.1	4.9%	3.2
康尼格拉品牌股份有限公司	CAG US EQUITY	35.00	16,796	1.720	2.670	2.346	2.554	2.667	20.3	13.1	14.9	13.7	13.1	6.6%	2.1
简单平均				3.259	3.810	4.020	4.324	4.619	26.9	23.0	22.8	21.1	19.7	7.4%	3.1

资料来源：Bloomberg 预测、第一上海

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<元> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<元><百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测		2020年 实际	2021年实 际	2022年 预测	2023年 预测	2024年预 测
收入	20,961.7	22,294.0	23,904.1	25,398.4	26,783.7	盈利能力					
毛利	8,240.9	8,155.6	8,559.6	9,290.1	9,996.4	毛利率 (%)	39.3%	36.6%	35.8%	36.6%	37.3%
其他业务收入	1,036.6	1,428.7	1,515.6	1,522.2	1,642.2	EBITDA 利率 (%)	27.9%	26.4%	25.8%	26.4%	27.2%
销售及管理费用	(4,161.3)	(4,512.4)	(4,767.9)	(5,065.9)	(5,388.5)	净利率 (%)	18.4%	16.7%	16.3%	16.6%	17.1%
营运利润	5,116.2	5,071.9	5,307.3	5,746.3	6,250.1						
净财务收入（开支）	(9.6)	(86.2)	(92.5)	(98.2)	(103.6)	营运表现					
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	SG&A/收入 (%)	19.9%	20.2%	19.9%	19.9%	20.1%
税前盈利	5,106.6	4,985.7	5,214.8	5,648.0	6,146.5	实际税率 (%)	24.6%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%
所得税	(1,258.0)	(1,260.5)	(1,318.4)	(1,427.9)	(1,553.9)	股息支付率 (%)	49.1%	49.6%	50.0%	50.0%	50.0%
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	库存周转天数	33.5	33.5	33.5	33.5	33.5
净利润	3,848.7	3,725.2	3,896.4	4,220.1	4,592.6	应付账款天数	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0
折旧及摊销	(738.6)	(803.8)	(871.9)	(951.2)	(1,030.5)	应收账款天数	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2
EBITDA	5,854.8	5,875.7	6,179.1	6,697.5	7,280.6						
						财务状况					
增长						权益负债率	30%	42%	76%	65%	56%
总收入 (%)	-1.9%	6.4%	7.2%	6.3%	5.5%	收入/总资产	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
EBITDA (%)	0.1%	0.4%	5.2%	8.4%	8.7%	ROA	16.9%	13.6%	15.1%	15.1%	15.1%
净利润 (%)	0.2%	-3.2%	4.6%	8.3%	8.8%	ROE	22.0%	19.4%	34.5%	31.5%	29.2%
资产负债表						现金流量表					
<元><百万>, 财务年度截至<12月31日>						<元><百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2020年 实际	2021年实 际	2022年 预测	2023年 预测	2024年预 测		2020年实 际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测	2024年预 测
现金	13,825.1	16,645.7	15,120.0	17,386.4	19,297.6	税前盈利	5,106.6	4,985.7	5,214.8	5,648.0	6,146.5
应收账款	899.6	1,371.5	799.0	848.9	895.2	折旧及摊销	738.6	803.8	871.9	951.2	1,030.5
存货	1,074.6	1,194.3	1,622.4	1,334.5	1,747.0	营运资金变化	(337.2)	(1,272.2)	487.0	298.9	(407.4)
其他流动资产	732.4	1,550.9	1,626.8	1,697.1	1,762.4	其他	(420.2)	(586.9)	(600.7)	(663.7)	(673.1)
总流动资产	16,531.8	20,762.4	19,168.2	21,267.0	23,702.3	营运现金流	3,829.9	2,669.9	4,654.5	4,806.5	4,542.6
固定资产	5,111.0	5,310.0	5,437.4	5,487.4	5,458.3						
无形资产	1.2	1.2	1.7	1.4	1.0	资本开支	(713.8)	(1,002.0)	(1,000.5)	(1,001.0)	(1,001.0)
其他	149.7	412.7	427.8	427.8	427.8	其他投资活动	6.5	(500.0)	0.0	0.0	0.0
总资产	22,710.8	27,405.5	25,874.9	27,992.0	30,367.8	投资活动现金流	(163.2)	(825.5)	(263.8)	(331.8)	(231.5)
短期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	负债变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款、应付票据	2,580.9	2,218.7	2,637.2	2,768.5	2,885.2	股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	270.3	205.5	205.5	205.5	205.5	股息	(1,889.0)	(1,848.7)	(1,948.2)	(2,110.1)	(2,296.3)
总短期负债	4,786.6	7,715.3	8,133.8	8,265.0	8,381.7	其他融资活动	(9.6)	(86.2)	(92.5)	(98.2)	(103.6)
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	融资活动现金流	(1,898.5)	(1,934.9)	(2,040.7)	(2,208.3)	(2,399.9)
其他负债	358.3	336.6	371.6	371.6	371.6						
总负债	5,245.3	8,169.4	8,622.9	8,754.2	8,870.9	现金变化	1,768.2	(90.5)	2,350.1	2,266.4	1,911.2
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	期初持有现金	11,092.3	12,860.5	12,770.0	15,120.0	17,386.4
股东权益	17,465.4	19,236.0	11,296.7	13,406.8	15,703.1	期末持有现金	12,860.5	12,770.0	15,120.0	17,386.4	19,297.6

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」），「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。